

Česká národní banka

ČNB Focus

Nejistota ohledně dalšího vývoje úrokových sazeb přetrvává



Martin Gurtler
(420) 222 008 509
martin.gurtler@kb.cz

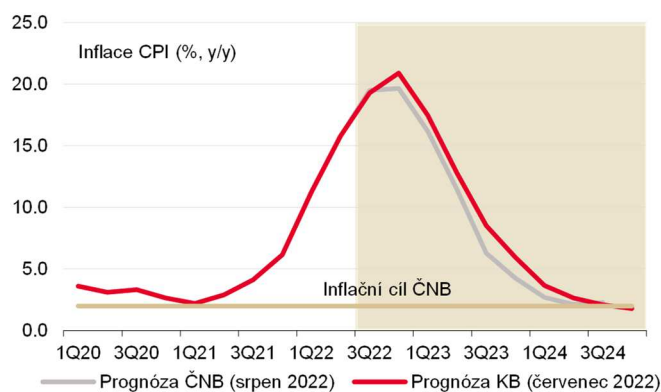
ČNB na dnešním zasedání rozhodla o ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Změna charakteru měnové politiky přišla s novou bankovní radou a novým guvernérem Michlem. Podle prognózy ČNB již úrokové sazby dále neporostou. Ke zmírnění cenových tlaků by měl podle centrální banky přispět pokles poptávky spojený se snížením reálných příjmů domácností a již aktuálně vysoká hladina úrokových sazeb. Podle nás však budou ke zkrocení inflace potřeba přísnější měnové podmínky, než jaké předpokládá prognóza ČNB. Čekáme tak, že centrální banka sazby ještě jednou zvýší, a to v listopadu o 50 bb. To by měl být vrchol současného cyklu zpřísnování měnové politiky. Počítáme však zároveň i se silnějším kurzem koruny. Velká nejistota ohledně dalších kroků ČNB nicméně přetrvává.

Inflace CPI (% y/y)	2022f	2023f
KB (červenec 2022)	16,8	11,2
ČNB (srpen 2022)	16,5	9,5

Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

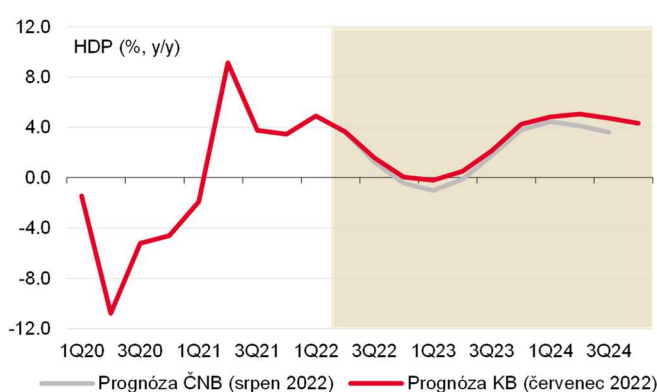
Nová bankovní rada ČNB v čele s guvernérem Michlem na svém prvním měnověpolitickém zasedání rozhodla o ponechání úrokových sazeb na současné úrovni. Základní repo sazba tak zůstává na 7 %. Toto rozhodnutí není s ohledem na předchozí vyjádření čelních představitelů ČNB nijak překvapivé. Počítala s ním jak naše prognóza, tak i investoři na finančním trhu. Analytici naproti tomu v průměru čekali mírné zvýšení o 25 bb. Stabilitu úrokových sazeb podpořilo 5 ze 7 centrálních bankéřů, zbylí dva hlasovali pro jejich zvýšení o 100 bb. Konkrétní jména budeme znát až příští pátek, lze však předpokládat, že pokračující rychlý růst úrokových sazeb preferovali viceguvernér Mora a člen bankovní rady Holub. Oba pro vyšší sazby hlasovali také na předchozích zasedáních. Důležitější však je, že tři noví členové se připojili ke dvěma dosavadním zarytým oponentům zvyšování úrokových sazeb, Michlovi a Dědkovi. Potvrdil se tak široce přijímaný fakt, že nová bankovní rada bude oproti té původní holubičí a sazby jen tak zvyšovat nebude.

Inflace se bude do konce roku pohybovat poblíž 20 %



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika projde ve druhém letošním pololetí mírnou recesí



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

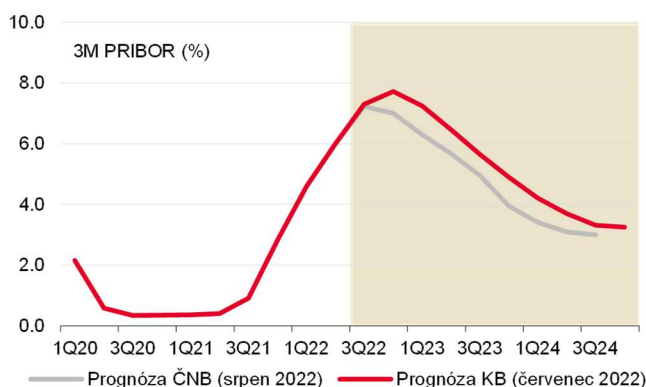
HDP (% y/y)	2022f	2023f
KB (červenec 2022)	2,5	1,7
ČNB (srpen 2022)	2,3	1,1

Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza centrální banky již s dalším zvyšováním úrokových sazeb nepočítá. Scénář vývoje inflace a HDP je zhruba v souladu s tím naším. Růst spotřebitelských cen by měl vlivem vyšších cen energií dále zrychlit a po celou druhou polovinu letošního roku se pohybovat poblíž 20 % y/y. Dvouprocentního cíle ČNB by inflace měla dosáhnout až v průběhu roku 2024. Ekonomika projde ve druhém pololetí mírnou recesí. Ve třetím čtvrtletí očekává ČNB mezičtvrtletní pokles HDP o 0,6 %

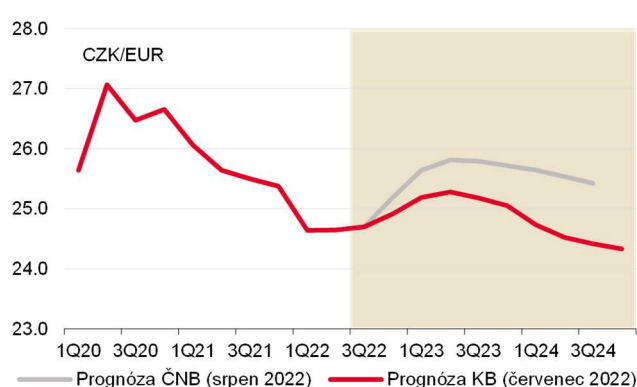
a v tom čtvrtém o 0,8 %. My čekáme pokles o 0,3 % a následně o 0,7 %. Od začátku příštího roku by ekonomika měla začít opět růst. Výchozí stav ekonomiky, tedy vývoj HDP v letošním druhém čtvrtletí odpovídal skutečnosti (jak naše, tak i prognóza ČNB předpokládali mezičtvrtletní růst ekonomiky o 0,2 %). Rozdílné jsou však obě prognózy v tom, že ta naše počítá s výrazně utaženějšími měnovými podmínkami. Podle prognózy ČNB úrokové sazby již dále neporostou, od konce letošního roku by naopak mohly začít klesat. My počítáme s ještě jedním zvýšením repo sazby o 50 bb na 7,5 % v listopadu a šanci na snížení vidíme až v průběhu prvního čtvrtletí příštího roku. Naše trajektorie sazby 3M Pribor oproti té od ČNB je na celém horizontu prognózy vyšší v průměru o 0,7 pb. Ještě větší rozdíl je pak v obou prognózách kurzu koruny. Centrální banka očekává, že tuzemská měna v průběhu druhé poloviny letošního roku oslabí ze současných přibližně 24,60 CZK/EUR k úrovním mírně pod 26 CZK/EUR, kde se následně bude pohybovat v letech 2023 až 2024. V roce 2024 je tak koruna v prognóze ČNB oproti našemu výhledu slabší o zhruba 4 %. Centrální banka uvedla, že bude nadále bránit nadměrným výkyvům měnového kurzu. Na základně zmíněné prognózy však není jasné, zdali bude bránit hranici poblíž 24,75 CZK/EUR, tak jak tomu bylo dosud, či zda nechá kurz postupně oslabovat.

ČNB s dalším růstem úrokových sazeb nepočítá, my čekáme ještě jedno zvýšení repo sazby na konečných 7,5 % v listopadu



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Koruna podle ČNB oslabí až k 26 CZK/EUR a slabá zůstane po celý prognostický horizont



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tisková konference guvernéra Michla nepřinesla jednoznačné vodítko pro to, co lze od měnové politiky v následujících měsících očekávat. Guvernér uvedl, že ČNB na dalším zasedání buď bude držet sazby nadále beze změny nebo je v případě potřeby zvýší. Samotné rozhodnutí bude záviset na datech přicházejících z ekonomiky. Rizika prognózy ČNB přesto vnímá bankovní rada jako sice výrazná, ale vyvážená. Podle guvernéra Michla ke zkrocení inflace přispěje pokles poptávky spojený se snížením reálných příjmů domácností. Je ovšem otázkou, zdali mírná recese, bude sama o sobě na zkrocení vysoké inflace stačit. K redukci poptávkových tlaků, a tedy ke snížení inflace, by měla podle něj přispět i již aktuálně vysoká úroveň úrokových sazeb. Pozitivní v tomto ohledu je, že tím uznal existenci poptávkových tlaků i účinnost vyšších úrokových sazeb, které dosud v podstatě svým hlasováním popíral. Z vyjádření guvernéra zároveň vyplývá, že velkou část cenových tlaků bude ČNB ze své politiky tzv. výjimkovat, neboť jsou podle jeho vyjádření externí povahy. Tomu odpovídá i posunutí horizontu měnové politiky z 12-18 měsíců na 18-24 měsíců. Podle bankovní rady jsou pro zkrocení inflace rovněž nutné umírněné požadavky ve mzdových vyjednáváních a zodpovědná rozpočtová politika. Ani na jedno však ČNB přímý vliv nemá.

Dynamický cenový vývoj a přetrvávající tlaky na oslabení koruny podle nás nakonec ČNB stejně donutí ještě jedno zvýšení úrokových sazeb udělat. Jak již bylo uvedeno výše, v listopadu čekáme zvýšení repo sazby z aktuálních 7 % na 7,5 %, což by měl zároveň být její vrchol v současném cyklu zpřísňování měnové politiky. Aby inflace dosáhla dvouprocentního cíle alespoň do konce roku 2024, budou podle nás muset být měnové podmínky přísnější, než ukazuje prognóza ČNB. Tím spíše v úrokové složce, pokud jak ČNB svým základním scénářem indikuje, může nakonec bránit slabší hodnoty kurzu, než předpokládáme v naší prognóze.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu

Jan Vejrmělek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejrmalek@kb.cz



Ekonomové
Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Kevin Tran Nguyen
(420) 222 008 598
kevin_tran@kb.cz



Finanční trhy
Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz



Akciový analytik
Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky

Klaus Baader
(44) 20 7762 4714
klaus.baader@sgcib.com



Eurozóna
Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Sam Cartwright
(44) 20 7762 4506
sam.cartwright@sgcib.com



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Severní Amerika
Stephen Gallagher
(1) 212 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Čína
Wei Yao
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.com



Čína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com



Japonsko
Jin Kenzaki
(81) 3 6777 8032
jin.kenzaki@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu

Kokou Agbo Bloua
(44) 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com



Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů
Guy Stear
(33) 1 4113 6399
guy.stear@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb
Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 4213 7252
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Sean Kou
(44) 20 7550 2053
sean.kou@sgcib.com



Nishchal Gupta
(91) 80 6731 0822
nishchal.gupta@sgcib.com



Ninon Bachet
(33) 1 58 98 30 26
ninon.bachet@sgcib.com



Vedoucí strategie pro měnové kurzy
Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



Měnové deriváty
Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com



Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Bertrand Delgado
(1) 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Vijay Kannan
(91) 701 044 5705
vijay.kannan@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.